



Conférence de haut niveau dans le cadre du G7 – Paris, 16 juillet 2019

75 ans après Bretton Woods – Penser les 75 prochaines années

Discours d'introduction de François Villeroy de Galhau

Gouverneur de la Banque de France

Contact presse : Mark Deen (mark.deen@banque-france.fr ; +33 6 88 56 54 03).

Mesdames et Messieurs,

C'est un grand plaisir de vous accueillir à cette conférence de haut niveau du G7 consacrée aux soixante-quinze prochaines années du système de Bretton Woods... ce qui est un signe de confiance. Il y a soixante-quinze ans, John Maynard Keynes pour la Grande-Bretagne, Harry Dexter White pour les États-Unis et Pierre Mendès-France pour la France ont inauguré ce que nous considérons aujourd'hui comme « l'âge d'or » du multilatéralisme et de la coopération. Fait remarquable, la conférence de Bretton Woods a précédé la paix : la coopération économique était vue comme une condition préalable à la paix. Aujourd'hui, nous sommes malheureusement bien loin de cet esprit : le multilatéralisme est confronté à une crise majeure. Pourtant, les institutions de Bretton Woods sont remarquablement résilientes, grâce à l'engagement de leurs dirigeants successifs – nombre d'entre eux sont présents – et à la force de leur histoire. Ce sont là des atouts irremplaçables – nous en sommes probablement tous convaincus. Mais nous savons également que la situation actuelle n'est pas stable. Dès lors, vers quoi nous dirigeons-nous ? Le scénario le plus pessimiste serait une implosion du système, impliquant un réel retour en arrière, avec une montée du protectionnisme et du bilatéralisme. Un scénario plus prometteur – celui pour lequel nous devons nous battre – consisterait à sortir renforcés de cette crise en reconstruisant des solutions communes. Nous avons, dans le cadre des institutions de Bretton Woods, remporté deux succès. Mais chacun d'eux apporte aujourd'hui deux défis :

- Nous avons, grâce à la coopération internationale et au FMI, bien répondu à la Grande crise financière. Mais aujourd'hui, nous sommes challengés sur les politiques monétaires et sur la préservation de la stabilité financière.
- Nous avons, avec la Banque mondiale et le FMI, bien accompagné le prodigieux développement de la mondialisation. Mais aujourd'hui, nous sommes confrontés au défi de la remise en cause du libre-échange, et de l'aspiration à d'autres « biens publics mondiaux » – à commencer par le changement climatique et l'inclusion sociale.

**

A. Deux défis après avoir géré la Grande crise financière

I. Les politiques monétaires, dix ans après

Personne n'en doute : les politiques monétaires ont joué un rôle décisif pour dépasser la Grande crise financière, grâce à deux grandes différences par rapport aux années 1930, les innovations et la coopération. Pour autant, elles sont aujourd'hui remises en question, « par le haut » – on leur demande toujours plus – ou « par le bas » – on critique le maintien des taux bas et de politiques non conventionnelles.

Il me semble d'autant plus important de redire aujourd'hui trois principes :

- Les politiques monétaires ne peuvent pas tout faire, et en particulier pas de miracles. Elles ne peuvent pas réparer les dégâts des incertitudes protectionnistes ; elles ne peuvent pas remplacer les réformes pour la croissance de long terme, ni des politiques budgétaires plus favorables à la croissance.
- Les politiques monétaires des grandes économies avancées sont guidées par leur seul mandat domestique : la stabilité des prix et une gestion contracyclique de la demande. Elles ne visent pas les taux de change. C'est le paradoxe fécond des dernières années : c'est la coexistence des politiques axées sur le niveau national qui donne un équilibre monétaire concerté à l'échelle mondiale.
- Et à cette fin, la politique monétaire doit être conduite en toute indépendance. Celle des pouvoirs politiques, bien sûr, et on regrette de devoir le redire. Mais aussi l'indépendance vis-à-vis des pressions court-termistes ou des intérêts économiques particuliers quels qu'ils soient. Ainsi, nous tenons compte des indications des marchés, mais nous ne devons pas être dépendants des marchés ; cela suppose de ne pas s'appuyer trop exclusivement sur les données de marché pour évaluer les anticipations d'inflation. Nous sommes dépendants des données et je le dis en particulier pour la BCE : nous évaluerons dans nos prochains Conseils des

gouverneurs les données économiques réelles, et nous agissons en conséquence, le cas échéant, quand cela sera nécessaire.

II. Les questions de stabilité financière et les crises

En matière de stabilité financière, le système de Bretton Woods a traversé de nombreuses perturbations et crises depuis ses débuts, y compris un quasi-éclatement en 1971. Et dix ans après la Grande crise financière, il nous appartient encore de définir l'avenir de notre système monétaire international actuel, ou « non-système », comme beaucoup le décrivent.

Aujourd'hui, nous débattons des risques pour la stabilité financière découlant de la croissance des flux transfrontières et des actifs financiers. Au cours de ces dernières années, les mouvements de capitaux internationaux ont été trop abondants dans les périodes favorables, capables d'alimenter des bulles domestiques et de déstabiliser les systèmes financiers nationaux, mais également susceptibles d'interruptions brutales (*sudden stops*) en période défavorable. L'accroissement exponentiel des effets de contagion par le biais des flux et des encours transfrontaliers, mais aussi la volatilité des prix des actifs, a conduit à une évolution de la position du FMI concernant les flux de capitaux, depuis sa doctrine initiale de libéralisation vers une vision institutionnelle plus pragmatique.

Surtout, nous devons améliorer les instruments de **prévention des crises** et éviter les prises de risques excessives. Notre première ligne de défense pour traiter les questions de stabilité financière doit être constituée de **politiques macroéconomiques, prudentielles et structurelles saines**. C'est la raison pour laquelle il est si important de renforcer la surveillance bilatérale et multilatérale du FMI.

Mais la prévention ne peut jamais couvrir l'ensemble des risques. Le filet de sécurité financière mondial (*Global Financial Safety Net – GFSN*) a été renforcé ces dernières années, grâce à l'accroissement de la capacité du FMI – dont les ressources totales s'élèvent à quelque 1 300 milliards de dollars, et doivent au moins être maintenues à l'avenir –, au développement des accords

de financement régionaux en Europe et en Asie, et aux réseaux d'accords de *swap* entre banques centrales. Mais le GFSN est encore imparfait quant à sa couverture, et sa taille est insuffisante : les ressources totales du FMI ont chuté de 4 % des passifs extérieurs mondiaux en 1980 à moins de 1 % ces dernières annéesⁱ. Par ailleurs, la coordination entre les différentes strates du GFSN devrait être plus efficace en cas de crise systémique. Il est possible d'améliorer l'utilisation des instruments de précaution et de protéger les tiers dont la situation est saine sans accroître l'aléa moral, comme le suggère en particulier le rapport du groupe de personnalités éminentes du G20 sur la gouvernance financière mondiale.

B. Deux nouveaux défis après l'extension de la mondialisation

1. Le commerce international et les IDE

Je vais maintenant vous parler du commerce international et des investissements directs étrangers (IDE). Au fil du temps, l'intégration des échanges commerciaux et des IDE a contribué à la croissance de la productivité et à la prospérité. Mais de fortes distorsions du système commercial international demeurent, comme le montrent les importants déséquilibres mondiaux. Ils sont liés, par exemple, au modèle de croissance axé sur les exportations en Asie et aux régimes de taux de change administrés dans la plupart des pays émergents, les questions commerciales s'étant imbriquées avec d'autres sujets de préoccupation : les inégalités croissantes, les dommages environnementaux, la sécurité, etc. Ces problèmes sont réels et expliquent en partie la résurgence du protectionnisme ; mais le protectionnisme ne résout aucun de ces problèmes. Le bilatéralisme ne peut résoudre les déséquilibres bilatéraux et encore moins les déséquilibres mondiaux.

Un **multilatéralisme renouvelé** doit être plus efficace, de trois manières au moins. Premièrement, à propos des **échanges commerciaux**, le G20 a reconnu – en principe – qu'il était nécessaire d'agir pour améliorer le fonctionnement de l'OMC. Il faut maintenant réaliser des progrès concrets sur

un programme de réformes, en particulier s'agissant du mécanisme de règlement des différends. L'OMC doit renforcer et élargir la clause de la nation la plus favorisée et continuer de soutenir fermement la libéralisation des échanges, y compris dans le secteur des **services**, dans lequel il y a du retard. Deuxièmement, nous devons mieux **comprendre et affronter les déséquilibres mondiaux**. Avec un niveau de 40 % du PIB mondial, les déséquilibres mondiaux – mesurés par la somme des valeurs absolues des positions extérieures nettes créditrices et débitrices – atteignent aujourd'hui un pic historique et sont quatre fois supérieurs à leur niveau des années 1990. Et troisièmement, nous devons prendre en compte des nouveaux **biens publics dans les accords internationaux**.

II. Biens publics mondiaux et développement

Les biens publics mondiaux – notamment le climat et l'inclusion sociale – sont une source de préoccupation pour tous : politiquement, ils créent des attentes croissantes et économiquement, ils génèrent des externalités. La fourniture insuffisante de ces biens peut exercer des effets perturbateurs considérables sur les systèmes économiques, financiers et sociaux, entraînant d'importants coûts sociaux et ce, de façon encore plus prononcée dans les pays en développement. Soyons francs : nous avons sous-estimé ces attentes, trop longtemps. Le « consensus de Washington » était économiquement solide, et socialement trop faible. Rien de durable ne se fait sans une économie solide, donc tenons ferme sur ce mandat. Mais la mondialisation a été souvent ressentie comme ayant essentiellement profité aux grandes sociétés – et à leur évasion fiscale – et aux classes aisées, mobiles à l'international – et à la croissance rapide de leurs revenus. Les inégalités entre pays – dont le Nord et le Sud – ont heureusement diminué, celles à l'intérieur des pays ont augmenté. Et les jeunes générations exigent que nous garantissions la protection de la planète.

Beaucoup a été fait au cours des dernières années. Par exemple, les institutions de Bretton Woods ont contribué à réduire significativement la

pauvreté au plan mondial : depuis 1990, le nombre de personnes en situation de pauvreté extrême dans le monde a diminué de 1,1 milliard. Mais beaucoup reste à faire. À cet égard, les institutions de Bretton Woods peuvent jouer un rôle clé en se concentrant sur leurs compétences essentielles, – à savoir la surveillance, l'assistance technique et le prêt –, et en développant de nouveaux outils pour l'analyse de problèmes macrocritiques tels que le changement climatique, la transition numérique et les inégalités. Nous devons avoir pour objectif une meilleure coordination entre les institutions de Bretton Woods et les autres organisations internationales, y compris les instances des Nations unies (Programme des Nations unies pour le développement, Conférence des Nations unies sur le changement climatique, Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement...). Compte tenu du développement économique encore insuffisant en Afrique et dans une partie de l'Asie du Sud, il convient de revoir le fonctionnement de l'aide au développement. Nous pourrions dire la même chose concernant le changement climatique, une coordination plus forte entre les institutions des Nations unies et celles de Bretton Woods pourrait être réalisée, ces dernières fournissant le cadre macrofinancier nécessaire à l'évaluation des risques et des politiques économiques, à l'exemple du NGFS.

**

Permettez-moi de conclure par les paroles prophétiques prononcées par le Président Roosevelt lors de son discours inaugural à la conférence de Bretton Woods, en 1944 : « Les maladies économiques sont très contagieuses [et] la santé économique de chaque pays est un sujet de préoccupation réel pour tous ses voisins, proches comme éloignés ; [c'est pour cette raison que] ce que nous devons faire doit être fait – ne peut être fait – que de concert. » La plupart d'entre nous en conviennent tout à fait : le monde d'aujourd'hui a besoin d'une nouvelle harmonie et non de la dissonance de cette cacophonie incontrôlée. Cela devrait constituer un principe directeur pour les 75 années à venir. Dans cet esprit, je suis très impatient de voir les résultats de nos discussions aujourd'hui. Je vous remercie de votre attention.

Références

ⁱ Banque centrale européenne (2018), *A quantitative analysis of the size of IMF resources*, groupe de travail du Comité des relations internationales (IRC) sur les questions relevant du FMI.